

١٧ ابريل ٢٠١٦
تقارير النظرة العامة - رقم ٥

برنامج التحول الوطني
سد الثغرة في الإيرادات

عاصم بختيار - CFA
abukhtiar@fransicapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢ ٦٨٤٤

السعودي الفرنسي كابيتال
Saudi Fransi Capital



ينتظر المستثمرون والشركات والجمهور برنامج التحول الوطني بفارغ الصبر الذي يتوقع أن يتم الإعلان عن تفاصيله خلال الربع الثاني العام ٢٠١٦: نعتقد أن برنامج التحول الوطني يهدف إلى تحقيق هدف واحد:

الاستدامة الاقتصادية في المملكة العربية السعودية

التقلبات في أسعار النفط قد أظهرت مدى شدة اثرها على الاقتصاد، وأبرزت الحقائق التالية

- يجب تخفيض الاعتماد على النفط نظرا للتغيرات العامة في العرض والطلب
- يجب تطوير مصادر الدخل البديلة وتوسيعها
- يجب وضع الإنفاق تحت السيطرة
- يجب رفع مستويات الإنتاجية والكفاءة
- يجب أن يتم استيعاب الاعداد الكبيرة التي ستدخل إلى سوق العمل
- خلق اقتصاد متنوع قادر على مواجهة التقلبات الاقتصادية وتخفيض الاعتماد على الدولة

تم الإعلان عن بعض المبادرات وسيتم الإعلان عن البقية في المستقبل، مثل:

- تخفيض تدريجي في دعم الطاقة مع الهدف للوصول إلى أسعار السوق
- الحفاظ على الموارد، لا سيما المياه
- إعادة هيكلة قطاعات تجارة التجزئة والرعاية الصحية
- تطوير الصناعات النهائية (مثل التعدين)
- تركيز الإنفاق على التعليم
- خصخصة مؤسسات الدولة وإيرادات الاستثمار
- فرض الضرائب والرسوم (مثل الأراضي وضريبة القيمة المضافة)
- زيادة الشفافية وتوسيع سوق الأوراق المالية لجذب المستثمرين
- مراقبة التكاليف في الجهات الحكومية



قد تكون معظم المبادرات بعيدة المدى في برنامج التحول الوطني، لكن نعتقد أن موازنة الميزانية هي الأولوية الأكثر إلحاحاً. اعتمدنا وجهة نظر محافظة لرسم الطريق إلى الوصول إلى ميزانية متوازنة بحلول عام ٢٠٢٠. تشمل الافتراضات الرئيسية على ما يلي:

- أن تكون أسعار خام البترنت دون ٥٥ دولار أمريكي خلال السنوات الخمس المقبلة مع التقارب بين سعر البيع المحقق وسعر السوق وارتفاع تقليص دعم الطاقة.
- النمو بحدود ١٠٪ في الإيرادات غير النفطية بسبب فرض الرسوم والضرائب
- « تدفق ١٥٦ دولار أمريكي إلى صندوق الاستثمارات العامة نتيجة تحقيق مبيعات بحدود ٥٪ من أرامكو السعودية
- « العائد المستدام على المدى البعيد بمعدل ٣,٥٪ في إيرادات الاستثمارات
- « العائدات من الخصخصة
- توسيع الميزانيات بشكل طفيف للحفاظ على مستوى المعيشة والنمو الاقتصادي
- تخفيض الاتفاق أمام الميزانية

نستنتج أن ميزانية متوازنة قابلة للتحقيق بحلول عام ٢٠٢٠ وربما قبل ذلك إذا تم تسريع ارتفاع الإيرادات غير النفطية بأعلى من التوقعات.

المصدر: تداول، أوبك، مبادرة المنظمات المشتركة للبيانات، مؤسسة النقد العربي السعودي، أرامكو السعودية، رويترز، بلومبرغ، السعودي الفرنسي



على الرغم من أن النفط سوف يستمر في المساهمة في الإيرادات بشكل رئيسي في المستقبل المنظور، نركز على اثنين من التغيرات الرئيسية الناتجة عن برنامج التحول الوطني:

• رفع الدعم عن الطاقة

• ارتفاع الفرق بين سعر البيع المحقق للنفط والسعر القياسي (١٨ دولار أمريكي في عام ٢٠١٥)

• نظرا لارتفاع الوقود وخدمات المرافق لسعر السوق، نحن نعتقد أن الفرق سيتراجع وسيتلاشى بالنهاية

• على هذا النحو وحتى خلال فترات انخفاض في اسعار النفط، سوف ترتفع عائدات النفط

• الاتجاه نحو الإيرادات غير النفطية

- زيادات تدريجية في مختلف الرسوم والضرائب للحفاظ على نمو الإيرادات غير النفطية
- يمكن أن يؤدي فرض ضرائب الشركات الى تسريع نمو الإيرادات - لكن استبعدنا ذلك من توقعاتنا
- تم تضمين الإيرادات من الخصخصة في "الإيرادات الأخرى"، كما يمكن أن يتم تسريعها في السنوات القادمة - سوف يتم وضع كل من السيولة وشهية المستثمرين في الاعتبار الأساسية
- خطط لإضفاء الطابع المؤسسي على الدخل "الاستثمار" من خلال صندوق الاستثمارات العامة مما يؤدي الى زيادة التركيز على رفع الدخل الى الحد الاعلى

مليار ر.س.	٢٠١٥	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع	٢٠٢٠ متوقع
الإيرادات	٦٠٨	٤٦٥	٦١٦	٧٦٢	٨٦٦	٩٥٤
النفط	٤٤٥	٢٩٣	٤٣٣	٥٥٨	٦٣٥	٦٩٨
المنتجات غير البترولية	١٦٣	١٧٢	١٨٤	٢٠٤	٢٣١	٢٥٦
التغير في النفط %	٪٧٢	٪٦٣	٪٧٠	٪٧٣	٪٧٣	٪٧٢
التغير في المنتجات غير البترولية %	٪٢٧	٪٣٧	٪٣٠	٪٢٧	٪٢٧	٪٢٧
افتراضات النفط						
خام برنت	\$ ٥٢	\$ ٣٨	\$ ٤٥	\$ ٥٠	\$ ٥٢	\$ ٥٣
العربي الخفيف	\$ ٤٩	\$ ٣٥	\$ ٤٢	\$ ٤٧	\$ ٤٩	\$ ٥٠
سعر البيع المحقق	\$ ٣٢	\$ ٢١	\$ ٢١	\$ ٢١	\$ ٤٦	\$ ٥٠
الفارق	\$ ١٨	\$ ١٤	\$ ١١	\$ ٧	\$ ٤	\$ ٠
الإنتاج (مليون برميل يوميا)	١٠,٢	١٠,٢	١٠,٢	١٠,٢	١٠,٢	١٠,٢
كمية الصادرات (مليون برميل يوميا)	٧,٤	٧,٣	٧,٢	٧,١	٧,٠	٦,٩
الاستهلاك المحلي (مليون برميل يوميا)	٢,٨	٢,٩	٣,٠	٣,١	٣,٢	٣,٣
الإفترضات غير النفطية						
ضرائب المنتجات البترولية	١٦	١٧	١٨	٢٠	٢٣	٢٨
الرسوم الجمركية	٢٥	٢٦	٢٨	٣١	٣٦	٤٣
رسوم الخدمات العامة	٢	٢	٣	٣	٤	٥
الاتصالات	٤	٤	٤	٥	٥	٥
رسوم الوثائق	١٦	١٧	١٨	١٩	٢١	٢٢
ضرائب الدخل الأخرى	١٤	١٤	١٥	١٥	١٦	١٦
الإيجارات والمبيعات	٢	٢	٢	٢	٢	٢
الاستثمارات	٣٧	٣٩	٤١	٤٩	٦٠	٦٣
إيرادات أخرى	٢٦	٢٨	٣١	٣٤	٣٨	٤٢
الزكاة	١٤	١٥	١٥	١٦	١٧	١٨
رسوم خدمات الموانئ	٤	٤	٤	٥	٥	٧
رسوم التأشيرة	٣	٣	٣	٣	٤	٥
رسوم التعدين	١	١	١	١	١	١
الإجمالي	١٦٣	١٧٢	١٨٤	٢٠٤	٢٣١	٢٥٦
النمو						
النفط	٪٥١-	٪٣٤-	٪٤٨	٪٢٩	٪٦٤	٪٨٠
المنتجات غير البترولية	٪٢٤	٪٦	٪٧	٪٨١	٪٦٣	٪٨٨
اجمالي المبيعات	٪٤٢-	٪٢٢-	٪٣٢	٪٢٤	٪١٤	٪١٠



صندوق الاستثمارات العامة و طرح الاكتتاب العام لأسهم شركة أرامكو السعودية

استثمار صندوق الاستثمار العام في الاسهم السعودية	نسبة الملكية لصندوق الاستثمار العام	الرسملة السوقية (مليون ر.س.)	حصة صندوق الاستثمار العام (مليون ر.س.)
بنك الرياض	٪٢٢	٣٣,١٥٠	٧,٢٩٣
سامبا المالية	٪٢٣	٤١,٠٦٠	٩,٤٤٤
مصرف الاتماء	٪١٠	١٩,٥٧٥	١,٩٥٨
البنك الاهلي التجاري	٪٤٤	٧٩,٧٢٠	٣٥,٠٧٧
سابك	٪٧٠	٢٣١,٣٣٠	١٦١,٩٣١
شركة اسمنت القصيم	٪٢٣	٥,٥٤٥	١,٢٧٥
شركة اسمنت المنطقة الجنوبية	٪٣٧	١٠,٢٩١	٣,٨٠٨
شركة اسمنت اليمامة	٪١٠	٦,٩٨٨	٦٩٩
شركة اسمنت الشرقية	٪١٠	٢,٦١٨	٢٦٢
المواساة	٪٣٧	٥,٦٤٤	٢,٠٨٨
شركة الغاز والتصنيع الاهلية	٪١١	١,٦٥٨	١٨٢
نادك	٪٢٠	١,٧٥٨	٣٥٢
السعودية للأسماك	٪٤٠	٦٦٤	٢٦٦
الاتصالات السعودية	٪٧٠	١٢٣,٠٢٠	٨٦,١١٤
معادن	٪٥٠	٣٣,٦٧٦	١٦,٨٣٨
شركة الخزف السعودي	٪٥	٢,٠٦٢	١١١
العقارية السعودية	٪٦٥	٢,١٥٢	١,٣٨٩
البحري	٪٢٣	١٦,٥٧٣	٣,٧٣٧
النقل الجماعي	٪١٦	١,٥٤٥	٢٤٣
دور	٪١٧	٢,٢٢٢	٣٨٦
الاجمالي			٣٣٣,٤٥٢
القيمة السوقية للسوق السعودي			١,٤٥٢,٢١٤
نسبة الملكية لصندوق الاستثمار العام			٪٢٢

أهم الشركات العالمية	إكسون	شل	بريتش بتروليوم	الاجمالي	المتوسط
احتياطي براميل النفط (مليار ر.س.)	٣٨	١٢	١٠	١٢	١٨
القيمة السوقية (مليار)	\$ ٣٥٢	\$ ٢٠٤	\$ ٩٥	\$ ١١٨	\$ ١٩٢
مكرر الربحية (مرة)	٢٢,١	٨١,٩	م/غ	٢١,٥	٤١,٨
مكرر السعر إلى المبيعات (مرة)	١,٤	٠,٦	٠,٤	٠,٨	٠,٨
مكرر القيمة الدفترية (مرة)	٢,١	١,٠	١,٠	١,٣	١,٣
الإيرادات (مليار)	\$ ٢٥٩	\$ ٢٦٥	\$ ٢٢٣	\$ ١٤٦	\$ ٢٢٣
الانتاج (مليون برميل يوميا)	٤,١	٣,٩	٣,٣	٢,٧	٣,٥
القيمة / مكافئ برميل النفط	\$ ٩,٣٤	\$ ١٧,٣٤	\$ ٩,١٥	\$ ١٠,١٩	\$ ١١,٥٠



القيمة المحتملة لأرامكو السعودية	
خام برنت (دولار امريكي / برميل)	٢٦١
الغاز الطبيعي (السعر المكافئ)	٢٩٤
الاحتياطيات (دولار امريكي)	٣١٢
قيمة المشروع (دولار امريكي)	٣,١١٨
قيمة الطرح العام للأسهم (٥٪ من إجمالي الأسهم)	١٥٦ \$ مليار



اموال الاكتتاب المستثمرة لأرامكو في صندوق الاستثمار العام	
اموال ارامكو المستثمرة في صندوق الاستثمار العام (مليار)	١٥٦ دولار امريكي
التحويل عند ٣,٧٥ (مليار ر.س.)	٥٨٥
عائد مستدام على المدى البعيد	٪٣,٥
دخل الاستثمار (مليار ر.س.)	٢٠

لكبرى الشركات العالمية، بلغت متوسط القيمة السوقية لمكافئ برميل النفط ما يقارب ١١,٥٠ دولار أمريكي. على افتراض أن تبلغ قيمة مكافئ برميل النفط لشركة أرامكو السعودية ١٠ دولار أمريكي، مما يشير الى عائد ربح بحدود ٣,١ ترليون دولار أمريكي. طرح ٥٪، تدفق ١٥٦ مليار دولار أمريكي لصندوق الاستثمارات العامة بالإضافة الى ذلك، نفترض عائد ربح مستدام على المدى الطويل عند ٣,٥٪ ليعادل ٢٠ مليار ريال من إيرادات الاستثمار.



مليار ر.س. نظرة على الميزانية	٢٠١٥	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	٢٠١٨ متوقع	٢٠١٩ متوقع	٢٠٢٠ متوقع
الميزانية	٨٦٠	٨٤٠	٨٦٥	٨٩١	٩١٨	٩٤٥
النفقات الفعلية	٩٧٥	٩٠٧	٩١٧	٩٣٧	٩٣٦	٩٤٥
التغير	%١٣	%٨	%٦	%٤	%٢	%٠
الإيرادات	٦٠٨	٤٦٥	٦١٦	٧٦٢	٨٦٦	٩٥٤
فائض رأس المال	(٣٦٧)	(٤٤٢)	(٣٠١)	(١٦٥)	(٧٠)	٨
نمو الناتج المحلي الفعلي في المملكة العربية السعودية	%٣,٤	%١,٢	%١,٩	%٢,٠	%٢,٠	%٢,٠
الناتج المحلي الإجمالي الاسمي	٢,٤٥٠	٢,٥٨٨	٢,٧٧١	٢,٩٦٧	٣,١٣٥	٣,٣١٧
الفائض العجز % من الناتج المحلي الإجمالي	%١٥-	%١٧-	%١٨-	%٦-	%٢-	%٠
سد العجز						
إصدار السندات	٩٨	١٨٠	١٤٤	١٢٠	٦٠	٠
السحب الاحتياطي	٤٣٥	٣٦٢	١٥٧	٤٥	١٠	(٨)
إجمالي الموظفين	٢,٣١٢	٢,٠٥٠	١,٨٩٣	١,٨٤٨	١,٨٣٨	١,٨٤٦

ضبط الانفاق

وضع مالي سليم

الاستخدام الفعال للاحتياطيات والقدرة على الاقتراض

نتوقع أن يكون عام ٢٠١٦ مليء بالتحديات، مع ذلك يمكن تخطي تراجع الوضع المالي:

- توسع الميزانية بشكل طفيف لإدامة مستوى المعيشة والنشاط الاقتصادي بحلول العام ٢٠٢٠

« سيتم موازنة الانتعاش القوي لأسعار النفط ما بين تجديد الاحتياطيات وتحفيز الاقتصاد

- تسليط الضوء على ضبط الانفاق في ميزانية العام ٢٠١٦ مما يعمل على تضيق الفجوة بين النفقات المدرجة في الميزانية والنفقات الفعلية

« نتوقع تضيق التراجع وترشيد الإنفاق بشكل نهائي

- من المتوقع أن يصل العجز الى أعلى حد في عام ٢٠١٦ يليه الاتجاه بالانخفاض

« بحلول عام ٢٠٢٠، نتوقع فائضا في الميزانية بشكل طفيف بحدود ٨ مليار ر.س.

- سوف يساعد الاقتراض المحلي والدولي على سد الفجوة في الإيرادات

« نتوقع إصدار السندات الشهرية بمتوسط يقارب ١٥ مليار ر.س. في عام ٢٠١٦ يليها التخفيض التدريجي

- من المتوقع أن يتراجع السحب الاحتياطي من ٤٣٥ مليار ر.س. في عام ٢٠١٥



إخلاء المسؤولية

تم اعداد هذا التقرير من قبل شركة السعودي الفرنسي كابيتال، شركة استثمارية متخصصة لخدمات البنوك الاستثمارية، ادارة الأصول، الوساطة، الأبحاث، وخدمات الحافظ الأمين. يمكن أن يكون لشركة السعودي الفرنسي كابيتال أو شركتها التابعة علاقة بالشركة محل هذا التقرير و/أو أوراقها المالية.

يعتمد هذا التقرير على المعلومات المتاحة للعموم والتي نعتقد بثقتها، ولكننا لا نقدمها كمعلومات دقيقة أو مكتملة، وبالتالي لا يجب الاتكال عليها كمعلومات متكاملة أو دقيقة. وعليه، لا نقدم أو نضمن، لا صراحة ولا ضمناً، وينبغي أن لا يعول على عدالة أو دقة أو اكتمال أو صحة المعلومات والآراء المتضمنة في هذا التقرير.

تم اعداد هذا التقرير لأغراض المعلومات العامة فقط، ولا يسمح بإعادة انتاجه أو توزيعه لأي شخص. لا يعتبر هذا التقرير دعوة أو عرضاً لشراء أو بيع أي أوراق مالية. لم يأخذ التقرير في الاعتبار موائمة الاستثمار لطبيعة المستثمر. تحديداً، لم يتم خصيص هذا التقرير ليلائم أهداف استثمارية محددة، أو وضع مالي معين، أو درجة المخاطر المرغوبة، أو احتياجات أي شخص متلقي لهذا التقرير. تنصح شركة السعودي الفرنسي كابيتال بشدة أي مستثمر محتمل أن يطلب إرشاد قانوني، محاسبي ومالي لدى اتخاذ القرار حول الاستثمار في الأوراق المالية وملأمتها لمتطلباته/متطلباتها. تتضمن أي توصيات استثمارية متضمنة في التقرير المخاطر والعوائد المتوقعة.

إن شركة السعودي الفرنسي كابيتال غير مسؤولة، بإجمالي القوانين والأنظمة المطبقة، عن أي خسارة ناتجة عن هذا التقرير أو أي من محتوياته أو ما يعلق به. قد لا تتحقق التوقعات المستقبلية الخاصة بالتوقعات المالية وتقديرات القيمة العادلة. إن جميع الآراء والتقديرات المتضمنة في التقرير تعتمد على رأي شركة السعودي الفرنسي كابيتال بتاريخ اعداد التقرير، والتي يمكن أن تتغير دون إشعار. إن الأداء الماضي لأي استثمار لا يعكس بالضرورة النتائج المستقبلية. قيمة الأوراق المالية، أو الدخل منها، أو أسعارها أو عملاتها، يمكن أن ترتفع أو تنخفض. من المحتمل أن يسترجع المستثمر قيمة أقل من قيمة الاستثمار الفعلي. أيضاً، يمكن أن يخضع الاستثمار الى رسوم على الاستثمار في الأوراق المالية. يمكن أن يؤدي التغير في أسعار صرف العملات الى تغيرات كبيرة في قيمة أو سعر أو الدخل من ورقة مالية. لا يسمح بإعادة انتاج هذا التقرير أو أي أجزاء منه دون الحصول على الموافقة الخطية من شركة السعودي الفرنسي كابيتال. لا يجوز توزيع هذا التقرير أو نسخ منه خارج المملكة العربية السعودية حيث من الممكن أن يكون توزيعه ممنوع قانوناً. يجب على الأشخاص مستلمي التقرير أن يكونوا على دراية بمثل هذا المنع والالتزام مثل هذه القيود. باستلام هذا التقرير، يوافق المستلم على الالتزام بالقيود السابقة.

السعودي الفرنسي كابيتال، شركة محدودة المسؤولية

سجل تجاري ١٠١٠٢٣١٢١٧

صندوق بريد: ٢٣٤٥٤

الرياض ١١٤٢٦

المملكة العربية السعودية

المركز الرئيسي - الرياض

مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بترخيص رقم (١١١٥٣-٣٧)

السعودي الفرنسي كابيتال
Saudi Fransi Capital

